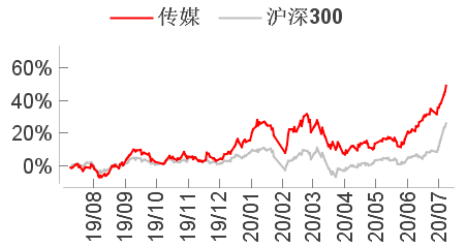
快手 9 年发展复盘，3 亿 DAU 是如何养成的

——短视频系列报告之一

东方证券 ORIENT SECURITIES

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国
行业	传媒行业
报告发布日期	2020 年 07 月 10 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 项雯倩
021-63325888*6128
xiangwenqian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020003

证券分析师 吴丛露
wuconglu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520020003

证券分析师 李雨琪
021-63325888-3023
liyuqi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520050001

联系人 詹博
021-63325888*3209
zhanbo@orientsec.com.cn

核心观点

- 4G 技术普及后，短视频 APP 是近 2 年用户数、用户停留时长增长最快的应用，为了把握互联网流量最新变化趋势及逻辑，我们将对两大短视频/直播平台抖音和快手进行系列研究。本篇报告对快手过去 9 年的增长策略和组织架构发展进行了复盘，为本系列报告的第一篇。
- **快手是一个秉承“普惠、公平”价值观的短视频社区，目前 MAU 近 5 亿，估值 286 亿美金**。本篇报告对快手 9 年发展进行复盘，将快手发展分为 3 个阶段，不同阶段快手面临不同的市场、竞争环境，我们各阶段均从 3 个维度（增长策略、公司管理架构、商业化）分别进行分析，总结来看：
- **增长策略方面**：**经历了由佛系向激进的转变**。2013-16 年，由于缺乏完全对标产品，竞争压力相对小，快手采取了自然增长策略，不做市场投放，耐心打磨产品，依靠自然增长实现 4000 万 DAU；16 年底抖音上线后，用户数在一年多内赶超快手，快手最初应对略显被动（18 年建立 APP 矩阵、出海等效果不及预期）；19 年开始，快手转变发展思路，快速搭建架构，定下 3 亿 DAU 目标，公司进入主动战斗状态，于 20 年春节达成目标。
- **运营方面**：在发展之初公司强调轻运营、依靠算法；2017 年开始，随着平台用户和内容的几何式扩张，公司开始搭建运营团队、扩充运营人员；并推出了多项内容创作者的扶持计划，深挖各垂类内容。
- **管理和团队架构方面**：2016 年之前快手几乎全由研发技术人员构成，随着规模扩张，2017 年开始公司从各大互联网平台、咨询公司引入了大量产品、战略、管理、运营和商业化方面人才，经过 K3 大战，公司各职能部门逐渐完善。
- **商业化方面：快手优势在于私域流量**。快手和抖音两个平台在变现方式上的差异，主要来自平台的底层定位和流量生态的差异。抖音流量集中度高、可调配的公域流量多，在广告变现方面做得更好；快手流量集中度低，用户和达人之间的信任度、互动性更高，在直播打赏变现、直播电商方面走得更快，因此快手目前的主要收入来源是直播打赏，而随着商业化、电商体系的逐步完善，广告收入、直播电商也在快速增长。

投资建议与投资标的

- 无论是从内容场景或商业化角度，我们都看好快手生态的成长空间。随着快手的壮大，其生态体系里的合作伙伴（服务商、MCN 机构、入驻商家）也将实现快速成长。**建议关注**：1. 头部电商 SaaS 服务商：中国有赞(08083，未评级)、微盟集团(02013，未评级)；2. 新流量平台营销服务商和 MCN 机构：华扬联众(603825，未评级)、天下秀(600556，未评级)、中广天择(603721，未评级)、引力传媒(603598，未评级)；3. 及时把握快手流量红利的新品牌商。

风险提示

行业竞争加剧；社区内容监管不力；广告和直播电商增长速度不及预期

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，(上表中预测结论均取自最新发布上市公司研究报告，可能未完全反映该上市公司研究报告发布之后发生的股本变化等因素，敬请注意，如有需要可参阅对应上市公司研究报告)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

目 录

序言 5

一、快手的诞生：故事开始于两个技术团队的结合 7

程一笑团队创立快手前身“GIF 快手” 7
宿华团队加入，转型短视频社区 7

二、快手的发展阶段梳理（2013-2020） 8

2013-2016：确立平台价值观与定位，耐心打磨产品 10
确定公平、普惠价值观，关注普通人记录生活的需求 10
不做市场推广，靠自然增长实现 4000 万 DAU 12
没有商业化变现，团队主要由研发人员构成 13
竞争环境相对宽松 13
2017-2018：加强运营，管理团队快速扩张，商业化渐入正轨 14
团队：大量引入外部管理人才，CEO 重心由技术、研发转向管理 14
增长策略：加大品牌投放，组建出海团队 16
产品和运营：强化运营职能，推出多款产品 17
商业化：搭建并强化商业化中台、完善商业化产品体系 18
2018 年 E 轮融资后估值约 200 亿美金 19
2019-2020：进入战斗状态，加速用户增长及商业化 20
用户增长： 20 年春节达成 DAU 破 3 亿的目标 20
团队：持续充实高管团队，实行 OKR，发布职级体系 22
产品：推出极速版，以补贴的形式主攻下沉市场 24
内容运营：推出多项创作者扶持计划，挖掘垂类内容 25
商业化加速：为广告收入和直播电商制定高增长目标 26

投资建议 29

风险提示 29

附录 29

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图表目录

图 1：各类型应用占时长比例%.....5
图 2：快手的用户数及估值.....6
图 3：GIF 快手的早期创始团队介绍.....7
图 4：快手创始人&CEO 宿华的经历.....8
图 5：快手产品的定位、理念及目标用户（宿华 2016 分享）.....11
图 6：快手产品特点（宿华 2016 年分享）.....11
图 7：快手内容分发算法遵循公平与普惠的价值观.....11
图 8：快手、抖音和微博 Top 40 达人的粉丝数占社区 20/03 月活用户的比例.....12
图 9：快手的日活和月活用户（14/11-16/12）.....13
图 10：快手和抖音的 MAU（百万，2017-2018）.....16
图 11：快手和抖音的 DAU（百万，2017-2018）.....16
图 12：快手和抖音的用户重合情况（2017-2018）.....16
图 13：快手和抖音的用户画像（2018/01）.....16
图 14：快手营销平台（磁力引擎）.....19
图 15：抖音用户数和快手月活用户数差距（百万，18/01-20/01）.....21
图 16：快手（主站+极速版）在 20 年春节期间高峰 DAU 破 3 亿.....21
图 17：快手组织架构调整.....23
图 18：快手组织架构（2020.05 调整后）.....24
图 19：快手极速版产品特点.....25
图 20：极速版 APP 的 DAU（万）.....25
图 21：各平台的 2019 年直播收入（百万）.....26
图 22：快手直播打赏变现能力和其他平台相比差距不大.....26
图 23：快手商业化历程（2016-2020）.....28

表 1：各新兴流量平台的用户数和活跃度等指标（20/03）.....5
表 2：快手不同发展阶段的特点.....9
表 3：各平台 10W+粉丝账号数.....12
表 4：2016 年底-2017 年快手引入大批管理和技术人才.....15
表 5：2017 年快手对电视综艺广告的投放.....17
表 6：快手从 2017 年开始推出多款新产品.....17
表 7：2017-2018 年快手的商业化产品体系不断完善.....18
表 8：快手从 2017 年开始推出多款新产品.....20
表 9：近期快手相关的营销传播事件.....22

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 10：2019 年公司引入多位高管 22
表 11：快手 2019-2020 商业化方面的举措.....27
表 12：快手历年对外投资统计.....29

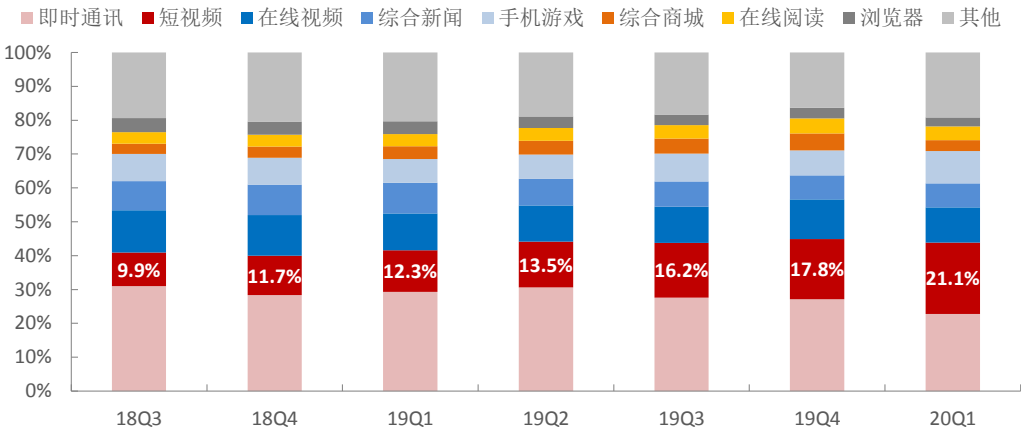
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

序言

为什么研究快手?

4G 时代来临之后，短视频和直播作为一种维度更丰富的信息媒介，成为了越来越多用户接收信息的方式，根据极光大数据，短视频在所有应用中的时长占比从 18Q3 的 9.9%提升到 20Q1 的 21.1%；5G 时代来临后，短视频和直播的应用场景将会更为广泛，而短视频和直播应用也将是流量增长最快、流量价值最大的平台。

图 1：各类型应用占时长比例%



资料来源：极光大数据，东方证券研究所

快手成立于 2011 年，于 2012 年底转型短视频社区，至今月活用户近 5 亿、日活用户破 3 亿，在国内的所有应用中排名前 10（按月活用户计），是国内最具代表性的短视频社区之一；在 2019 年底的 F 轮融资中，快手的估值达到了 286 亿美金。除了用户增长快、用户量大之外，相比 B 站、小红书等新型互联网社区，快手还有**用户活跃度高**（DAU/MAU 比例接近 48.3%）、用户停留时间长（月均使用时长超过 20 小时）、留存度高（7 日留存度达 83%）等特质；而和竞品“抖音短视频”相比，**快手的流量中心化程度更低，**社区氛围重，用户联系紧密，**私域流量价值更高**。

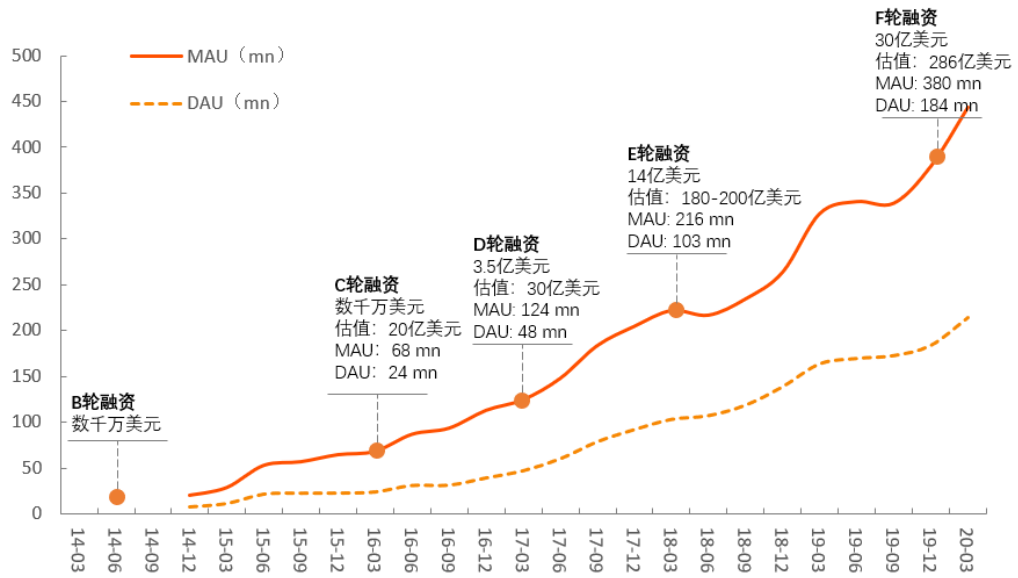
表 1：各新兴流量平台的用户数和活跃度等指标（20/03）

指标	快手	抖音	bilibili	小红书
月活用户（mn）	**443.43**	518.13	121.58	77.14
yoy	**35.4%**	14.7%	32.0%	15.3%
DAU/MAU%	**48.3%**	57.2%	26.4%	33.1%
月人均使用时长(min)	**1,205**	1,709	978	373
yoy	**64.7%**	72.5%	41.5%	50.8%
活跃用户 7 日留存率%	**83.0%**	86.8%	72.8%	53.4%
卸载率%	**9.8%**	7.2%	9.1%	14.6%
流量中心化程度	**一般**	高	较高	较高

资料来源：QuestMobile，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 2：快手的用户数及估值



资料来源：QuestMobile，IT 桔子，“乱翻书”微信公众号，东方证券研究所

这篇报告的主要内容是什么？

为了把握流量趋势的新变化，我们将对快手和字节跳动两家公司展开深度研究，将从两家公司的组织架构、发展策略、产品特点和商业化变现路径等多个维度展开分析。此篇为系列报告第一篇，主要是对快手 9 年来的发展进行复盘，回顾公司组织架构的搭建过程以及在不同发展阶段采取的发展策略。我们认为，公司产品团队、管理架构的组织能力会决定公司产品力的发展前景，所以我们特此花一篇深度去了解快手的组织架构、快手的发展历程。

投资建议：

快手目前拥有近 5 亿的 MAU、3 亿的 DAU，有庞大的内容创作者群体。我们认为，**无论是从内容场景还是从商业化的角度，快手的生态尚有非常大的成长空间：**

内容场景方面，我们认为随着 5G 的普及，短视频/直播的应用范围将越来越广泛，不局限于休闲娱乐的场景，经过 9 年积淀，快手在基础设施、技术、算法、数据积累方面具备领先优势，我们看好快手在其他场景的应用，例如购物、教育等。

商业化方面，快手在广告和电商方面的变现尚处于初始阶段，在中国互联网流量红利逐渐消退的背景下，商家从头部的媒体平台/电商平台购买公域流量的成本将越来越高，而通过内容、粉丝运营来积累私域流量是近年来的大趋势，快手的流量分发方式让入驻的创作者/商户可以更有效地通过内容沉淀自己的私域流量。我们相信，快手私域流量的商业价值将在未来进一步体现。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

随着快手的壮大，其生态体系里的合作伙伴（服务商、MCN 机构、入驻商家）也将实现快速成长。**我们建议关注**：1. 头部电商 SaaS 服务商：中国有赞(08083，未评级)、微盟集团(02013，未评级)；2. 新流量平台营销服务商和 MCN 机构：华扬联众(603825，未评级)、天下秀(600556，未评级)、中广天择(603721，未评级)、引力传媒(603598，未评级)；3. 及时把握快手流量红利的新品牌商。

一、快手的诞生：故事开始于两个技术团队的结合

程一笑团队创立快手前身“GIF 快手”

“快手”的前身是“GIF 快手”，是一款动图生成工具，由程一笑团队**在 2011 年创立**。程一笑是东北人，做产品出身，曾经在惠普公司、人人网任职。**创业团队一共 4 人，全是技术出身**，程一笑负责 iOS 端，杨远熙负责安卓端，银鑫负责服务器，另外一位成员负责设计。目前杨远熙和银鑫仍在快手任职。

在 GIF 快手时期，借助动图在微博的传播，产品曾达到过**千万级别的月活**。

2012 年，GIF 快手获得了来自**晨兴资本张斐的 30 万美元天使轮投资**，持股比例 20%（当时张斐正在寻找“移动+camera”领域的项目）。

图 3：GIF 快手的早期创始团队介绍

资料来源：《中国企业家》杂志，东方证券研究所

宿华团队加入，转型短视频社区

2012 年底，GIF 快手由工具转型社区，但是遇到了发展瓶颈。一是快手上的内容过于单一，主要有三类内容：美女自拍、小孩、宠物；二是团队扩张和管理上的瓶颈，程一笑是非常优秀的产品经理，但是缺乏管理团队的经验，相对不善言辞，因此在早期融资、扩张团队的时候遇到了瓶颈。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

在张斐的撮合下，程一笑结识宿华。宿华是湖南湘西人，毕业于清华大学，曾经任职于 Google，做搜索引擎广告系统的研究；也曾任职于百度，担任“凤巢”广告系统的核心工程师；曾三次创业，做了视频广告系统、搜索服务提供商 one box（后被阿里的 UC 收购）、社交电商圈圈。宿华此前的学习和工作经验，使**他在机器学习、人工智能领域有丰富经验。**

程一笑与宿华交流后，发次**双方在价值观上是契合的**，于是 2013 年程一笑团队与宿华团队合并。程一笑团队（股份 80%）和晨兴资本（股份 20%）各稀释一半股权，将 50%股权给新团队，大部分给了宿华和他的团队。

两人进行了明确的分工：**程一笑任首席产品官**，更专注于产品、运营等内部事项；**宿华担任 CEO**，负责机器算法和对外的事项。团队合并后，公司获得了来自晨兴资本和红衫资本的**数百万美元 A 轮融资。**团队合并后，**推荐算法被应用到了内容分发上**（而非按时间顺序分发），用户体验改善明显，用户量及 DAU 迅速增长。

2014 年，“GIF 快手”更名为“快手”。

图 4：快手创始人&CEO 宿华的经历

宿华
快手创始人之一

快手之前经历：

- **湖南湘西人**；
- 本科毕业于**清华大学软件学院**；在清华攻读博士期间退学；
- 2006年入职**Google**，做**搜索引擎广告系统**的研究，期间接触和学习了大量人工智能、机器学习技术；
- 2008年**第一次创业**，做视频广告系统，失利；
- 2009年入职**百度**，担任**“凤巢”广告系统**架构师；
- 2011年**第二次创业**，与百度的同事张栋共同创立**搜索服务提供商one box**，宿华负责算法和核心技术团队，后被阿里的UC浏览器收购；
- **第三次创业**，做社会化电商项目“圈圈”；

资料来源：《中国企业家》杂志，乱翻书公众号，捕手志，东方证券研究所

二、快手的发展阶段梳理（2013-2020）

我们把快手的发展分为三个阶段，可以发现公司在不同的发展阶段，面对不一样的竞争环境，采取了不一样的发展策略。下文我们将从公司的发展策略、用户增长策略、商业化、组织架构等方面来分析公司三个发展阶段的特点。总结来看：

① **2013-2016 年，快手先是确立了“普惠、公平”的底层价值观**，在此基础上，开发出符合价值观的产品、建立相应氛围的社区。这段时期市场上并没有和快手定位相似度极高的竞品，快手的增长策略相对缓和，公司主要精力是放在产品的打磨上，几乎没有市场投放，凭借去中心化的社区生态及低使用门槛的产品自然增长到 4000 万 DAU、1.1 亿 MAU。团队构成非常简单，基本是研发人员，只有百人规模。这个时期几乎没有商业化。

② **2017-2018 年**，和快手定位非常接近的抖音在 2016 年底上线，且增长势头很快，用户数在 2018 年中的时候赶超快手，**快手为了应对竞争，改变了此前的自然增长策略，开始加大市场投放、建立 APP 矩阵、投资源组建出海团队**，虽然并不是每个尝试都取得了预期的成果，但不可否认，**强大**

的竞争对手加速了快手的成长，快手的 MAU/DAU 分别由 17 年初的 1.2 亿/4300 万增长到 2018 年底的 2.6 亿/1.4 亿，2018 年的**估值达到 200 亿美元。1）团队方面**，2017 年开始**加大职业经理人的引入**，并扩充了大量的运营人员，公司的人数由 2016 年的百人规模增长到 2018 年的 6000 余人。**2）商业化方面，**2016 年底公司开始搭建商业化中台，而 17、18 年公司**搭建了商业化团队**，并上线、完善了商业化的相关产品和技术能力，2018 年公司收入 200 亿元，大部分来自于直播打赏收入。

③ 2019-2020 年，快手改变佛系发展策略，定下 20 年春节前 DAU 破 3 亿的目标，在产品、社区运营、团队、商业化方面都做出应对。产品方面，推出了主攻下沉市场的**“快手极速版”**，相比主站功能和界面更简洁，采用单列 Feed 流，并利用红包拉新，其用户增速远快于竞对的极速版产品；团队方面，持续引入运营、商业化、产品方面的人才，并对员工实施 OKR 考核；运营方面，推出多项创作者扶持计划，挖掘各垂类的内容；商业化变现加速，除了直播打赏收入，**公司在广告收入、直播电商方面定下了较高的增长目标**。

表 2：快手不同发展阶段的特点

	2013-2016	2017-2018	2019-2020
竞争策略	竞对主要有美拍、秒拍，缺乏完全对标竞品，**竞争环境相对宽松**；	面临抖音、火山小视频的竞争，2018 年中 DAU、MAU 被抖音反超；**快手处于“守”的状态，应对上略显被动；**	**快手采取主动进攻姿态，**提升各方面能力，竞标 20 年春晚红包，和抖音的用户差距先拉大后缩小；
用户增长	自然增长为主，几乎没有市场推广	成立**市场部**，进行较大规模市场投放，有意识地拓展一二线用户； 组建**出海团队**，但效果不达预期，2018 年底收缩业务；	**佛系转激进**：完成 **K3**（20 年春节达到 3 亿 DAU）战役； 推出**极速版，**金币拉新主攻下沉市场，用户增长及留存好于竞对； 重启出海业务，扩大团队；
用户量级	**DAU**：从 2013 年的 1 万增长到 2016 年底的 **4000 万**； **MAU**：2016 年底达 **1.1 亿**。	**DAU：**从 17 年初的 4000 万增长到 18 年底的 **1.4 亿**； **MAU**：从 17 年初的 1.2 亿增长到 18 年底 **2.6 亿**（期间出现过瓶颈）；	**增长较 17-18 年加速：** **DAU：**20 年春节 DAU 峰值破 3 亿，1 月平均 2.1 亿； **MAU：**20/03 达 4.4 亿；
品牌宣传	由创始人公开演讲宣传产品价值观	赞助、冠名了多档综艺加大曝光量；拍摄品牌形象宣传片，重点宣导生活没有高低之分，效果欠佳；	多起营销传播事件，通过具象真实地呈现普通人生活的参差百态来展示产品价值观，收获好口碑；
产品	专注快手 APP（短视频+直播）	完善快手 APP **直播**功能； 孵化/投资了 APP 矩阵，涵盖游戏、内容社区、视频、工具等；	上线**极速版**，采用**单屏 Feed 流模式**分发视频，网赚模式拉新；
运营	几乎无运营，流量不进行人工分配，不接触创作者和外部机构	成立**运营部门**，马宏彬负责，扩充运营、审核人员	**进一步强化运营**： 推出**创作者扶持计划，引入直播公会和 MCN；** **挖掘垂类内容；**

团队/管理	百人级别团队，以研发人员为主	大量引入**职业经理人**，搭建、完善公司各职能团队； **人员大幅扩张**，大量补充运营人员，团队扩张到 6000 人；	**持续引入管理、研发、技术人才**； 执行 **OKR 考核制度**，发布**职级体系**； 核心高管开启**轮岗**； 团队扩张到 8000 人以上；
商业化	几乎没有商业化，2016 年 4 月上线直播功能获得少量打赏收入，处于亏损	强化**商业化中台，搭建完整独立商业化团队，**推出快手营销平台，上线购物车功能； **克制地商业化**：开启信息流广告、电商变现； 18 年收入 200 亿，直播占 90%以上。	升级营销平台，大力发展**直播电商**； **19 年收入近 500 亿**：直播 300 亿，广告 130 亿，电商 50 亿； **20 年目标：**广告收入 400 亿（腾讯新闻报道），电商 GMV 2500 亿（36kr 报道）；
融资	B 轮、C 轮投后估值 20 亿美元	D 轮、E 轮投后估值 200 亿美元	F 轮投后估值 286 亿美元

资料来源：乱翻书，晚点 LatePost，36Kr，界面新闻，腾讯新闻《一线》，虎嗅网，企查查，东方证券研究所

接下来，我们会就不同阶段就细节性探讨及分析。

2013-2016：确立平台价值观与定位，耐心打磨产品

转型社区后，团队开始重新探讨产品的定位，发现当时市场上关注普通人的、以短视频为载体的社交媒体几乎是空白，于是团队主要**得出三个结论**：

- 不能与微信、QQ 竞争（不做即时通讯）；
- 绕开微博“解决明星与粉丝互动需求”的道路；
- 最恰当的产品定位就是“**关注普通人**”。

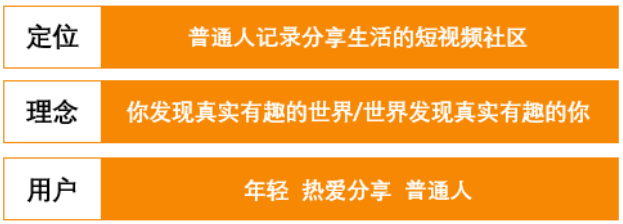
确定公平、普惠价值观，关注普通人记录生活的需求

底层价值观是公平、普惠；产品定位是普通人记录分享生活的短视频社区（记录的属性强于娱乐属性，**优先服务创作者而非消费者**）；这个阶段，快手产品的主要特点有：

- **以短视频为信息载体：**“短视频是新时代的文本”，承载的信息量相比图文更大；
- **用算法做内容推荐：**快手算法的核心能力就是在理解内容和用户的前提下，进行资源适配。；
- **去中心化的 UGC 社区：**控制基尼系数；主推普通用户作品，强推低赞、低播放量作品，早年不设置转发；
- **低门槛简单易用：**界面砍掉其他栏目，仅保留“关注、发现、同城”三个栏目，“新手 3 分钟就可以上手”；短视频创作门槛低。
- **轻运营、克制：**对人工运营依赖度低（不设人工运营流量池，所有流量由机器分发）；不打扰用户，平台不主动接触创作者及外部机构；
- **中立：**不设排行榜，不给用户贴标签。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 5：快手产品的定位、理念及目标用户（宿华 2016 分享）



资料来源：虎嗅网，东方证券研究所

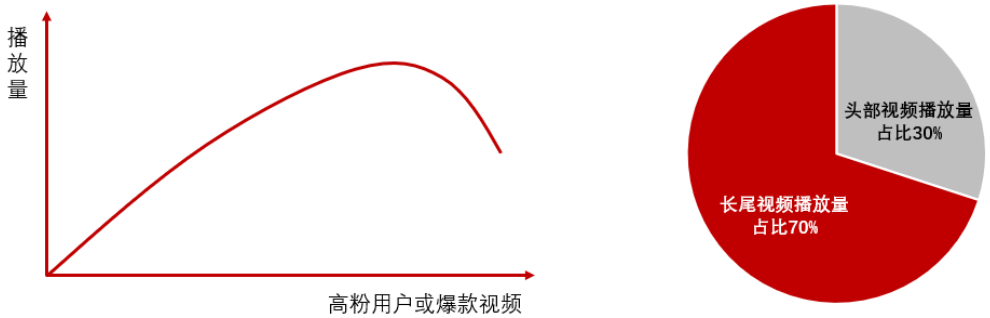
图 6：快手产品特点（宿华 2016 年分享）

资料来源：虎嗅网，东方证券研究所

普惠和公平是快手社区最重要的特征，引入“基尼系数”维系流量分配的“贫富差距”。不同粉丝量级的用户生产的视频，起点一样，变火的概率是一样的。为了避免社区内生态形成流量两极分化过大的情况，快手在内容分发策略上引入“基尼系数”的概念进行调控，包括短视频播放量、评论点赞数，都有基尼系数的约束性考核。

到目前为止，快手相比微博、抖音等社区，仍然呈现流量去中心化的特征。根据克劳锐的数据，抖音、微博粉丝量在 10 万以上的账号中，头部账号（粉丝量在百万以上）的账号数量分别占比 21%、28%，而快手仅为 13%。且比较三个平台的 Top 40 达人粉丝数占社区的月活用户比例，可以发现快手的比例是最低的。

图 7：快手内容分发算法遵循公平与普惠的价值观



算法分发过程中，引入基尼系数调控，避免注意力“贫富差距”过大，给普通人被看到的机会

资料来源：腾讯媒体研究院，东方证券研究所

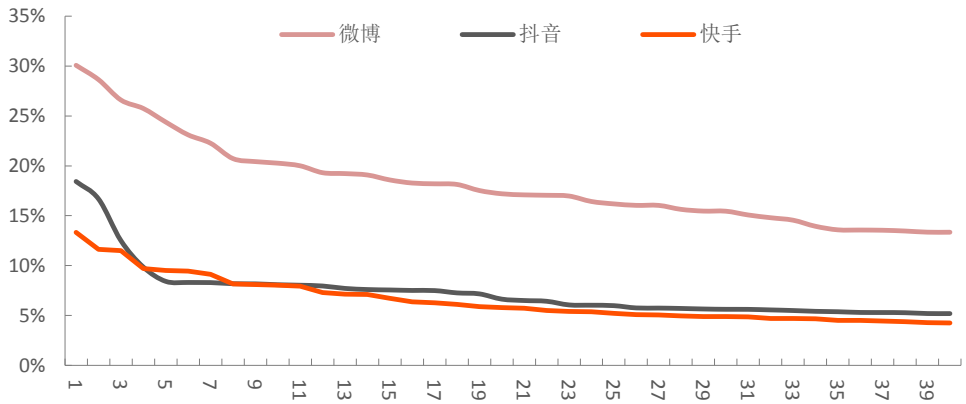
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 3：各平台 10W+粉丝账号数

粉丝量级	抖音		快手		微博		小红书	
	账号数(个)	占比%	账号数(个)	占比%	账号数(个)	占比%	账号数(个)	占比%
亿级粉丝	0	0%	0	0%	6	0%	0	0%
千万级粉丝	315	0.8%	162	0.4%	1,145	1.5%	3	0.1%
百万级粉丝	8,158	19.8%	5,599	12.9%	20,826	26.8%	181	5.0%
十万级粉丝	32,756	79.4%	37,544	86.7%	55,737	71.7%	3,463	95.0%
粉丝 10w+账号数	41,229	100%	43,305	100%	77,708	100%	3,647	100%
3 月 MAU (万)	51,813		44,343		41,962		11,960	

资料来源：克劳锐，QuestMobile，易观千帆，东方证券研究所

图 8：快手、抖音和微博 Top 40 达人的粉丝数占社区 20/03 月活用户的比例



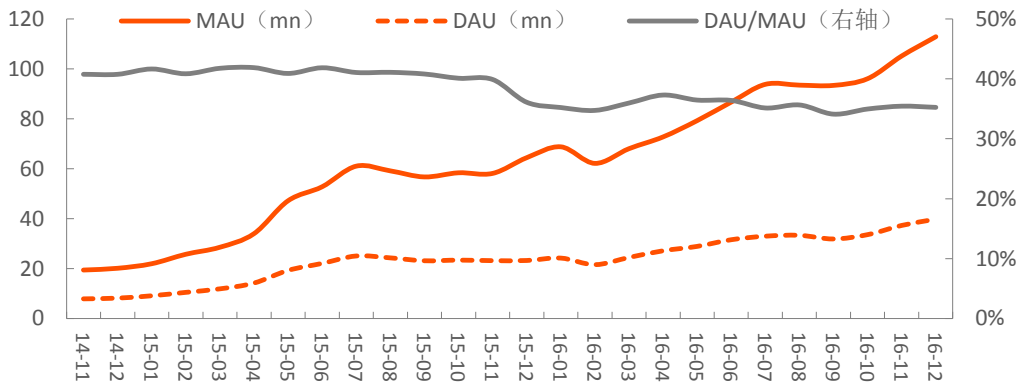
资料来源：新抖，新快，QuestMobile，东方证券研究所

不做市场推广，靠自然增长实现 4000 万 DAU

在此期间用户快速增长。2013 年刚转型时，快手的日活曾跌落至 1 万，2014 年春节前后开始增长，2014 年 7 月 DAU 超百万，2015 年 1 月 DAU 超千万、MAU 超 2 千万，**到了 2016 年底，用户量已达 4 亿，MAU、DAU 分别超过 1.1 亿、4000 万。**

且这期间快手没有主动做推广，**只有到了 2016 年 6 月才开始做市场投入。**

图 9：快手的日活和月活用户（14/11-16/12）



资料来源：QuestMobile，东方证券研究所

快手在几乎没有市场推广的情况下，快速成长的关键原因：价值观、产品形态、推荐算法

- **最重要的原因，是去中心化的生态满足了低线市场用户的社交需求**。当时的主流社交平台/媒体平台都比较中心化，且对高线市场用户更友好，低线市场用户自我表达、记录与分享生活的需求没有得到满足；快手基于公平、普惠的价值观，建立了一个去中心化的社区，填补了这一市场空白；
- **以短视频为信息传播载体**：视频相比图文，给人的感官刺激更强，理解门槛低，信息维度丰富；同时，十几秒的短视频的相比图文，创作门槛低了很多；
- **利用算法而非时间顺序进行内容分发**：利用算法，对内容和用户进行理解，再将人与内容进行更高效地匹配，用户的体验会比按时间顺序进行内容分发高很多。

某种意义上，快手快速崛起的原因和电商下沉市场巨头拼多多非常相似。一是，都抓住了当时主流媒体/主流电商平台在**下沉市场的战略空隙**；二是，**对“连接”方式进行了创新**，拼多多是通在人与商品之间的连接方式上做了创新，从人找货变成货找人，而快手是在人和内容的连接方式上做出了创新。

没有商业化变现，团队主要由研发人员构成

在这个阶段几乎没有做商业化变现：这段时期，公司几乎没有推出其他的产品，也几乎没有做太多商业化的动作，**只是 2016 年 4 月上线了直播功能**，依靠用户打赏的虚拟礼物获得少量收入，2016 年快手仍然处于亏损状态。

公司团队规模小，基本是研发人员。2016 年之前，快手的人员不到百人，而且基本是**负责研发**的程序员，几乎没有运营人员和管理类型人员，到了 2017 年初团队规模才达到 300 人。

进行了 B 轮和 C 轮融资。2014 年 6 月，快手获得来自胡博予 DCM 资本和红衫资本的数千万美元 B 轮融资；2016 年 3 月，获得来自华人文化基金、CMC 资本、光源资本、百度投资部的 C 轮融资，**投后估值约 20 亿美元**。

竞争环境相对宽松

2013 年快手刚刚转型成短视频社区时，同类型的产品有 2013 年 3 月、8 月上线的**美拍**和**秒拍**。美拍最初定位是是手机自拍的拍照分享社交应用，14 年 5 月转型短视频社区，到 2015 年 1 月，DAU 达 500 万，MAU 达 4000 万，目前的 MAU 约 2000 万；“一下科技”的秒拍成为了微博的独家短视频应用，有微博的流量和明星资源，高峰时全域月活接近 3 亿，曾经影响过快手的用户增长（QM 数据，17/3 月活用户为 2.76 亿，当时快手月活仅为 1.1 亿），目前根据易观千帆数据，MAU 约 350 万。而**抖音**短视频于 2016 年 8 月上线。抖音出现之前，**在产品和定位上和快手非常接近的竞品基本是空白的，所以 2013-2016 年快手面对的竞争环境是相对宽松的**。

2013-2016 年总结：**快手先是确立了“普惠、公平”的底层价值观**，在此基础上，开发出符合价值观的产品、建立相应氛围的社区。这段时期市场上并没有和快手定位相似度极高的竞品，快手的增长策略相对缓和，公司主要精力是放在产品的打磨上，几乎没有市场投放，凭借去中心化的社区生态及低使用门槛的产品自然增长到 4000 万 DAU、1.1 亿 MAU。团队构成非常简单，基本是研发人员，只有百人规模。这个时期几乎没有商业化。

2017-2018：加强运营，管理团队快速扩张，商业化渐入正轨

2017 年开始，公司面临几个变化和挑战：

1）来自抖音的竞争。2017 年之前，快手几乎没有面临太多的市场竞争。抖音短视频在 2016 年 8 月上线，且抖音是以消费者体验为导向，通过算法+强运营的方式让用户浏览到最具吸引力的内容，用户增速非常快，在 2018 年中的时候，抖音的 MAU 和 DAU 陆续超过了快手。快手必须要采取更加主动、积极的姿态去应对。

2）轻运营的模式难以为继。随着用户规模、内容的数量及多样性快速增加，单纯依靠算法，是很难对内容进行审核监测的，2018 年 4 月，快手、字节两家公司因为对内容监管不力被广电总局约谈，快手 APP 和火山小视频被各大应用商店下架，快手的月活用户受此影响出现负增长。

3）公司人员快速扩张，需要更多管理上的支持。随着业务的快速发展、公司各业务/职能部门的不断扩充，快手的团队规模从 2017 年初的 300 人，扩张到 2017 年底的 700 人，再到 2018 年的 6000 人，需要更多管理上的支持。

面对外部和内部的诸多变化，快手在团队建设、用户增长策略、运营方式、商业化方面，都进行了较大的调整。但这个阶段，快手的动作，包括出海、强化运营、推产品矩阵等，更多是以一种被动应对的方式在进行。

团队：大量引入外部管理人才，CEO 重心由技术、研发转向管理

公司从 2016 年下半年开始，就加快人才的引进的速度，从阿里、美团、腾讯、网易等大型互联网公司招募了大量人员，组建“CXO”职业经理人团队。

虽然部分管理人员在一年之内离职，例如，首席内容官兼合伙人曾光明在 2018 年中离职（彼时快手面临内容监管不到位危机），首席人力官贲国肖入职后半年内离职，负责海外业务的首席增长官刘新华在 2018 年底离职（2018 年底快手收缩海外业务的投入）。

但这一批加入快手的高层员工，也有部分成为了快手目前管理团队的中坚力量。包括但不限于：

- 2016 下半年加入的**严强**，此前在阿里巴巴搜索事业部负责算法的工作，进入快手后**负责商业化业务**，他带领搭建了快手的商业化技术中台，推出商业化产品体系；2020 年组织架构调整后轮岗到运营部门任负责人。目前是**高级副总裁**。
- 2016 年年底加入的**徐欣**，此前在腾讯从事产品开发工作，进入快手后负责国内产品线和商业化；是 19 年 K3 战役的三人指挥部成员，**负责产品**；2020 年组织架构调整后成为**用户体验中心负责人**。目前是**高级副总裁**。
- 2017 年初加入的**马宏彬**，此前任职于 BCG 和美团外卖，初入快手负责战略分析工作，2018 年开始到一线负责运营和用户增长的工作，带头**建立了运营部门**；在 2019 年的 K3 战役中担任总指挥；2020 年组织架构调整后轮岗到**商业化部门**任负责人（和严强岗位对调）。目前是**高级副总裁**。

此外，CEO 宿华的重心也由技术开始向团队管理迁移，开始梳理公司内部的组织架构，对公司部门进行整合及调整。

表 4：2016 年底-2017 年快手引入大批管理和技术人才

高管	加入快手时间	初入快手负责业务	加入快手之前经历
严强	2016 下半年	商业化	-毕业于**中科大自动化研究所**（在宿华和张栋的创业项目 one box 实习过）； -2013-2016 年任职于**阿里巴巴搜索事业部**，**高级算法专家**（花名“绍成”，经历了手淘无线战略转型，带队负责 2015 年的双十一个性化算法），曾获“13 年校招阿里星第一名”“阿里巴巴集团 CEO 特别奖”；
徐欣	2016 年底	国内版产品/商业化	-毕业于**电子科技大学**； -曾任职于**腾讯**，先后参与 QQ 空间、QQ、腾讯开放平台、应用宝、QQ 物联、腾讯云等项目，累积有十余年 C 端及 B 端产品从业经验。
马宏彬	2017/03	战略分析	-毕业于**清华大学**电机系； -2008 年进了**波士顿咨询公司**（BCG），负责大中华区 TMT、工业品和能源领域项目； -2012-13 年在美国哥伦比亚大学获得 MBA 学位，后返回 BCG 工作； -2015 年 5 月加入美团，担任**美团外卖**高级运营总监；
陈定佳		首席技术官	
钟奕祺	2016/11	首席财务官	-曾任职于**宝洁**（中国）的顾客业务发展部担任财务总管 -曾担任过**戴尔**（中国）高级财务总监 -曾担任**李宁**公司 CFO； -2013-2016 担任**汽车之家 CFO**；
曾光明	2017/01	首席内容官（负责品牌传播）（2018 年离职）	曾任职于**网易**，担任网易传媒内容部常务副总编辑，负责内容部全面管理；
贲国肖	2017/04	首席人力官（2018 年离职）	**阿里巴巴**新业务版块 HR 负责人
刘新华	2017/08	首席增长官（用户增长&国际化）（2018 年离职）	-**宣亚国际**传播集团首席战略官； -**猎豹移动**（金山网络）首席营销官；

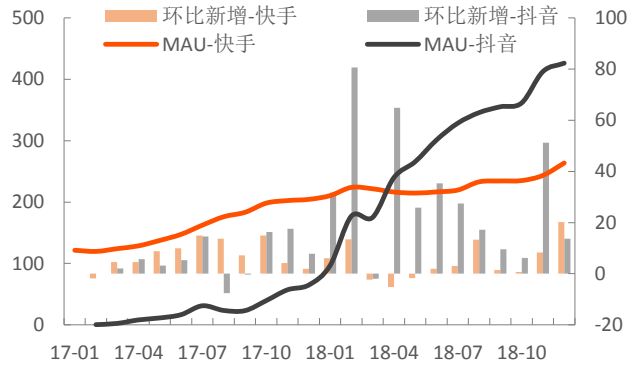
资料来源：AI 财经社，虎嗅网，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

增长策略：加大品牌投放，组建出海团队

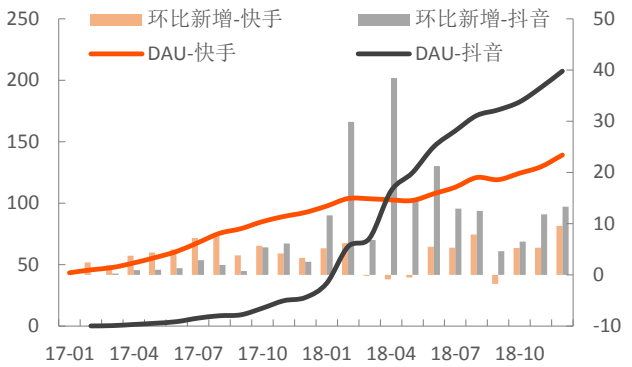
用户增长面临竞争压力，用户群体相对固化。2016 年及之前，公司很少进行市场投放，主要依靠自然增长。但是随着字节跳动开始涉足短视频领域，快手的用户数和后发的抖音之间的差距不断缩小；且二者重合用户占快手用户的比例不断提升，从 2017 年初的不足 0.5%提升到 2018 春节后的近 15%。而且快手的普惠、公平的流量分发模式，使其在发展初期的主要受众是低线市场用户，因此相比同类竞品，其低线市场用户占比更大，根据 QuestMobile 和企业智库联合发布报告，2018 年 1 月，快手的用户中超过 60%是来自三线及以下市场，比抖音高 6.5 个百分点；高中及以下学历用户占比 46%，比抖音高出 14 个百分点。

图 10：快手和抖音的 MAU（百万，2017-2018）



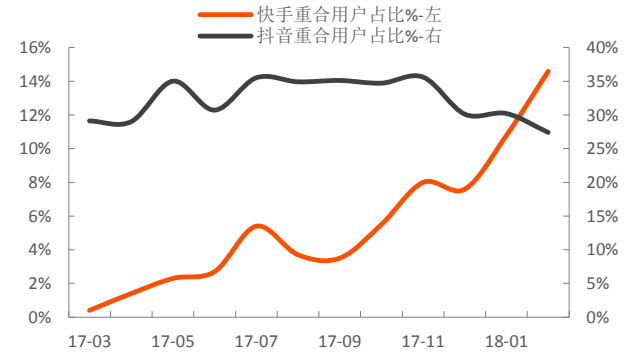
资料来源：QuestMobile，东方证券研究所

图 11：快手和抖音的 DAU（百万，2017-2018）



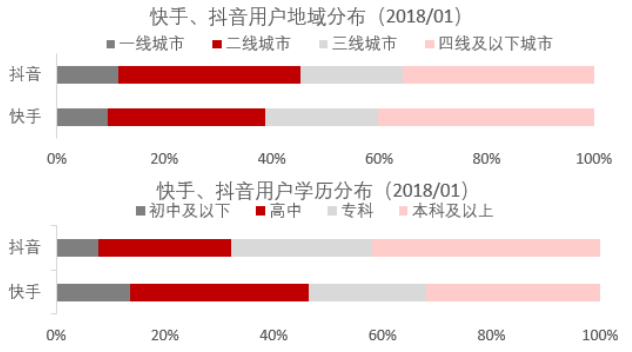
资料来源：QuestMobile，东方证券研究所

图 12：快手和抖音的用户重合情况（2017-2018）



资料来源：QuestMobile，东方证券研究所

图 13：快手和抖音的用户画像（2018/01）



资料来源：QuestMobile，企鹅智酷，东方证券研究所

成立市场部进行品牌推广，推动用户增长，改变用户结构。2017 年，快手成立**市场部**，不断加大营销预算，2017 年快手冠名/赞助了多档综艺节目，并推出品牌形象宣传片《你的小生活，都是值得被记录的大事件》，媒体传播文章《我上哈佛，也上快手》，重点宣导生活没有高低之分，希望改变用户对快手刻板印象、提升高线用户的渗透率。营销预算也不断拔高，2017 年市场预算不低

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

于 3 亿元（信息来源于“乱翻书”微信公众号），而 2018 年春节期间，快手的品牌支出超过 10 亿元（信息来源于界面新闻）。

表 5：2017 年快手对电视综艺广告的投放

赞助商	节目名称	投放方式
快手	奔跑吧	顶级赞助
	中国新歌声 2	战略合作伙伴
	快乐大本营	官方合作伙伴
	三个院子	指定产品
	喜剧总动员 2	深度合作
	演员的诞生	网络版赞助

资料来源：自由光新媒体研究社，东方证券研究所

为出海投入大量资源，但是效果不及预期。2017 年初，快手组建了**出海团队**，并投入大量资源，在越南、俄罗斯、巴西市场团队上各投了几千万，取得了一定成绩，在多个市场冲到过榜首位置，比如 17Q2“Kwai”位列俄罗斯市场 APP 涨幅榜第二，涨幅接近 58%，但后续增长乏力。2018 年底，快手的海外技术和产品团队大幅收缩，并从 2018 年年底开始在东南亚、印度市场停止投放，仅在南美市场还保持一些投放资源，负责海外业务的首席增长官刘新华也于 2018 年底离职，宿华接手海外业务（2019 年又招募了新的出海业务负责人）。

产品和运营：强化运营职能，推出多款产品

虽然快手此前推崇“轻运营”模式，但随内容监管压力加大，快手自身增长的压力加大，运营的重要性提升。2018 年开始，快手加强在审核、运营和商业化等层面的工作，并扩充了相关的员工，因此这段时期员工增长翻了数十倍。此前负责战略分析的负责人**马宏彬开始接手用户增长和运营**，主动引导社区的内容创作，增加内容的供给及多样性。

此外，之前公司主要专注于“快手 APP”一款产品（宿华原本愿景是，希望通过一个 App 服务 10 亿用户），2017 年公司也逐渐开始丰富产品矩阵，推出了工具类、视频类、社交类等产品。

表 6：快手从 2017 年开始推出多款新产品

APP	类型	时间	描述
快影	工具类	2017/01	视频编辑工具
快手直播伴侣	游戏类	2017/06	直播辅助平台
宇宙视频	视频类	2017/12	资讯类短视频平台
一甜相机	工具类	2018/02	安卓版
快手电丸	游戏类	2018/03	原“快手小游戏”，2018/01
Uget	视频类	2018/07	教程类短视频平台
豆田社区	社交类	2018/09	对标小红书，但是于上线 5 个月后下线
蹦迪	社交类	2018/11	潮流文化社交平台
电喵直播	游戏类	2019/02	游戏直播平台
欢脱	社交类	2019/02	年轻人脱单，后下架，更换为“喜翻”
光音	工具类	2019/02	音乐 MV 视频制作
快手极速版	视频类	2019/04	上下划，类似抖音，下沉市场

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

喜翻	社交类	2019/05	对标探探
快看点	资讯类	2019/05	对标趣头条
笑番视频	视频类	2019/07	原创搞笑短视频
Zynn	视频类	2020/05	海外版短视频

资料来源：App Annie，东方证券研究所

商业化：搭建并强化商业化中台、完善商业化产品体系

快手非常看重产用户体验，因此对于商业化向来非常克制。2016 年公司收入仅有少量直播打赏收入，但盈利始终是一个商业化公司需要推进的。

2016 年 10 月，负责商业化的**严强**开始带领建立快手的**商业化技术中台**，并在两年时间内推出了成体系的营销产品功能：2017 年 3 月开始公测信息流广告，上线“粉丝头条”功能，发布“快接单”平台，上线“快手小店”等，让快手上的用户可以通过广告、电商等多种渠道变现。

2018 年 7 月，快手正式建立商业化团队，由严强负责，向 CTO 陈定佳汇报，下设商品研发、创新业务中心、广告业务、商业生态、业务运行、商业市场中心、商业审核中心等多个二级部门（**但不包括直播和电商部分**）。**2018 年快手强化了商业的中台能力**，包括产品、算法、数据的能力；在“用户体验”与“商业需求”协同上也有了更好的升级。

表 7：2017-2018 年快手的商业化产品体系不断完善

时间	事件	备注
2016/10	**严强带领团队开始搭建商业化中台**	
2017/03	**信息流广告公测**	支持多种应用场景与推广需求：应用安装、电商下单、品牌活动推广等，并且投放简单易操作，可以多种投放组合。
2017/04	**粉丝头条上线**	用户付费推广自己的快手作品，获得更多曝光，提高视频成为热门的可能。
2017/06	**话题标签页开放合作**	具有高社交互动性和完整的传播方式，让用户从围观到参与，通过拍摄标签相关短视频，成为品牌传播的一环。
2017/09	**快接单上线**	用户接受商家发布的 App 下载、淘宝商品推广等订单，拍摄视频并获得相应的推广收入。
2017/10	**商家号入驻**	用户可拥有商家主页，能够承载商家需要的功能，并提供针对商家的优惠权益，帮助商家运营好自己的账号，以便获得订单转化。
2018/04	**子母矩阵号生态布局**	用户可以同时注册多个账号，每个账号更新不同的主题或风格，并且集中统一运营。
2018/06	**快手小店**	App 内上线的商家功能，旨在为快手优质用户提供便捷的商品售卖服务，高效的将自身流量转化为收益。
2018/07	**快接单 2.0**	在原先基础上进行了智选创作者推荐、标准化任务库、平台效率升级三大核心提升，并且实现了创作者标签多维度、创作者粉丝画像、自定义投放时长、深度链接跳转功能开放、单场多品牌混合直播和“CPT（时长计费）+CPS（销售计费）混合计费”等六项功能升级。
2018/08	**新版广告管理平台发布**	为快手广告主提供后台服务。
2018/09	**粉丝头条 2.0**	可以选择置顶给关注页的粉丝，也可以选择让更多人在发现页和同城页看到用户的作品，从而增加曝光。

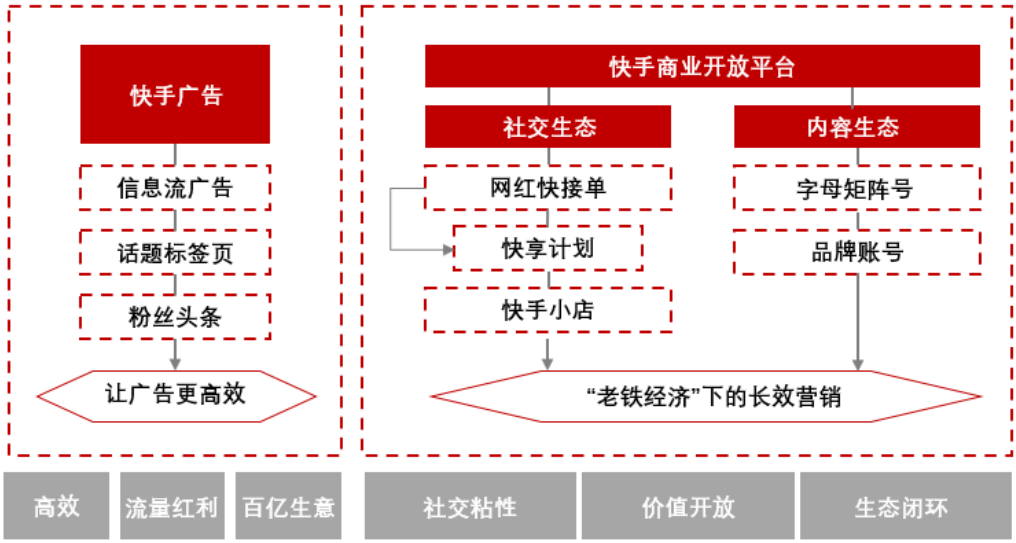
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2018/10	**快享计划**	也称“快手广告共享计划”，是针对快手网红的新变现功能。用户确认参与后，广告会在个人作品播放页几个位置中展示，用户可根据广告效果获得相应收益。

资料来源：磁力引擎，东方证券研究所

快手的营销平台（2019 年升级为磁力引擎）包括两大产品矩阵，一是“快手广告”，主要产品是**信息流广告**，和粉丝头条（面对 C 端用户的信息流广告）等；二是“快手商业开放平台”，是基于创作者社交、内容生态的**内容营销平台**。

图 14：快手营销平台（磁力引擎）



资料来源：磁力引擎，东方证券研究所

这个阶段，快手在商业化方面仍然是非常克制的：2018 年初，仅有约 10%的用户可以在快手看到广告，到了 10 月才逐步提升至 60%。**直播仍是快手最主要的收入来源，快手 2018 年的收入约 200 亿元，**其中直播收入约 190 亿元，广告及其它收入有 20 亿元。

快手和抖音两个平台在变现方式上的差距，主要来自于平台的底层定位和流量生态的差异。流量集中度高、以公域流量为主的平台更适合信息流广告变现，因为流量的分配权是掌握在平台手中；而流量集中度低、私域流量占比高的平台，由于用户和达人之间的信任度、互动性更高，在直播打赏变现、直播电商变现方面，会走得更前一些，但私域流量占比高也会让平台的抽成难度更大（因为创作者、商户会认为流量是自己积累的，不是平台给的），**快手的直播打赏抽成比例（50%）**比抖音的打赏抽成（对个人抽 70%，签工会的抽成会降低一些）比例会更低。

2018 年 E 轮融资后估值约 200 亿美金

17-18 年随着快手用户数的持续增长，估值水平也在不断提升，2018 年融资完成后，快手估值接近 200 亿美金（当时快手的 MAU 和 DAU 分别为 2.2 亿、1 亿），是 16/03 B 轮融资后的 10 倍。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 8：快手从 2017 年开始推出多款新产品

日期	轮次	金额	投资方
12/04	天使轮	30 万美元	晨兴资本张斐
13/04	A 轮	数百万美元	晨兴资本， 红杉资本
14/06	B 轮	数千万美元	胡博予 DCM 资本， 红杉资本
16/03	C 轮	数千万美元	华人文化基金，CMC 资本，光源资本，百度投资部
17/03	D 轮	3.5 亿美元	腾讯投资
18/01	E 轮及以后	10 亿美元	腾讯投资， 红杉资本
18/04	E 轮及以后	4 亿美元	腾讯投资
19/08	战略投资	金额未知	腾讯投资
19/12	F 轮	近 30 亿美元	云锋基金， Temasek 淡马锡， 博裕资本， 腾讯投资，红杉资本

资料来源：企查查，东方证券研究所

2017-2018 年总结：和快手定位非常接近的抖音在 2016 年底上线，且增长势头很快，用户数在 2018 年中的时候赶超快手，**快手为了应对竞争，也改变了此前的自然增长策略**，开始加大市场投放、建立 APP 矩阵、投入大量资源组建出海团队，虽然并不是每个尝试都取得了预期的成果，但不可否认，**强大的竞争对手加速了快手的成长**，快手的 MAU 和 DAU 分别由 17 年初的 1.2 亿/4300 万增长到 2018 年底的 2.6 亿/1.4 亿，2018 年的估值达到 200 亿美元。团队方面，2017 年开始加大职业经理人的引入，并扩充了大量的运营人员，公司的人数快速扩张，由 2016 年的百人规模增长到 2018 年的 6000 余人。商业化方面，2016 年底公司开始搭建商业化中台，而 17、18 年公司搭建了商业化团队，并上线、完善了商业化的相关产品和技术能力，2018 年公司收入 200 亿元，大部分来自于直播打赏收入。

2019-2020：进入战斗状态，加速用户增长及商业化

用户增长： 20 年春节达成 DAU 破 3 亿的目标

抖、快竞争升级，“重庆会议”后全员进入战斗状态。2018 年以来，快手的用户量虽然维持稳步增长，但是抖音后来者居上，在 18/04 月活用户超过快手，快手虽然采取多种策略应对，但是二者之间的差距不断拉大，在 2018 年底差距高峰达到了近 1.7 亿，这和快手与抖音在内容分发方式上的差异有关（一个是创作者友好，一个是消费者友好），但也和公司的组织能力、战斗状态有关。2019 年春节后，快手高管和产品团队去重庆做了用户调研（快手内部称“重庆会议”），实地感受到了快手和抖音的差距，之后管理层决定改变佛系增长状态，开启激进增长模式。

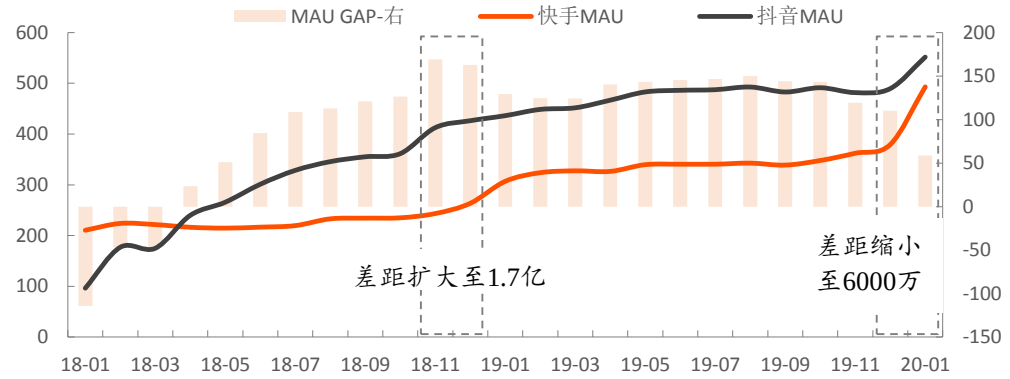
19 年中制定 3 亿 DAU 目标（K3 战役），成立三人指挥部。2019 年 6 月，宿华和程一笑发表内部信，表示对快手现状的不满意，号召全员进入战斗状态，将变革组织、优化结构，**设定 2020 年春节之前实现 3 亿 DAU 的战斗目标**（春节前 DAU 峰值突破 3 亿，春节后三个月 DAU 平均值达到 3 亿）。**成立了三人指挥部**，连乔（负责技术）、徐欣（负责产品）、马宏彬（负责运营），马宏彬担任总指挥，三人共同向 CEO 宿华汇报。

为了实现 K3 战役目标，快手在人才引进、产品策略、内容运营、商业化方面都做出了前所未有的积极调整，包括密集空降管理层、充实运营线等。**为了达成目标，最重要的两个策略：**

- 一是 2019 年 8 月推出的快手**极速版，**采用与趣头条相似的网赚模式，主攻下沉市场，分担 3 以 DAU 任务中的 6000 万；
- 二是 2020 年**春晚红包**活动，预算 40 亿元。

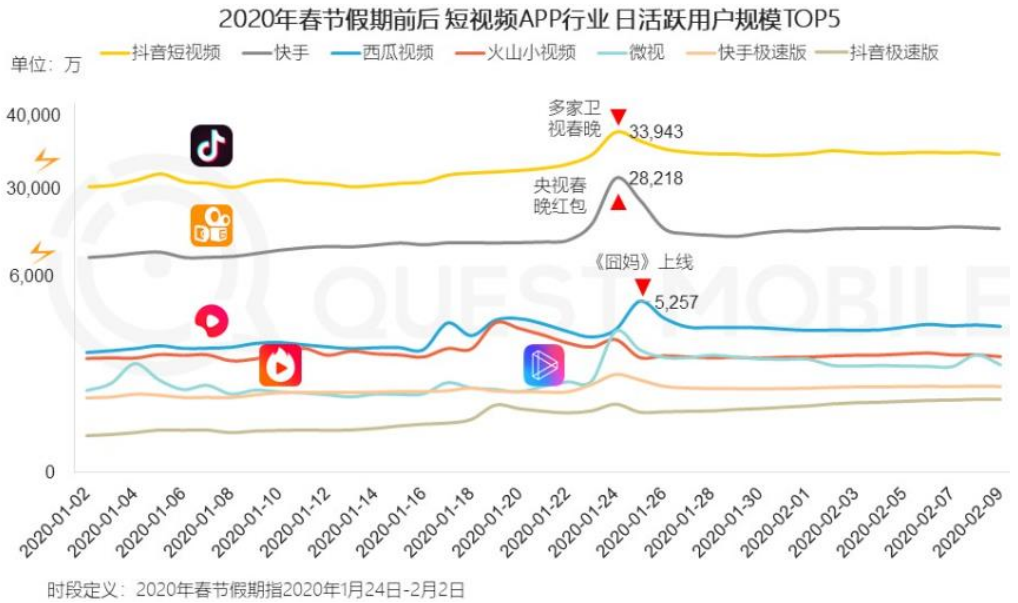
20 年春节期间 DAU 峰值达 3 亿，K3 目标达成。2019 年 Q4 开始，快手和抖音 MAU 之间的差距在不断缩小，到 1 月缩小至不到 6000 万；春节期间快手主站 APP 的 DAU 峰值达 2.9 亿，叠加快手极速版的用户，**达成 DAU 破 3 亿的目标。**

图 15：抖音用户数和快手月活用户数差距（百万，18/01-20/01）



资料来源：QuestMobile，东方证券研究所

图 16：快手（主站+极速版）在 20 年春节期间高峰 DAU 破 3 亿



资料来源：QuestMobile，东方证券研究所

品牌形象推广方面，相比 2017 年时的品牌宣传方式，近两年快手相关的传播事件，**出发点从“倡导”变成“真实呈现”**，将产品的价值观以更加具象的方式呈现在用户面前，让用户真情实感地认识到普通人参差百态的生活是值得被记录的，获得了较好的口碑。

表 9：近期快手相关的营销传播事件

时间	传播事件
2019-07	B 站和微博（赵明明的杂货铺）视频《160 个快手视频群像 存在即是完美》
2019-11	微信公众号（小声比比）文章&视频《快手上的 49 座墓碑》
2019-12	官方出版《被看见的力量》图书，讲述 30 个快手用户的案例
2020-01	官方宣传片《在快手 点赞可爱中国》
2020-05	官方发布演讲视频《看见》，由奥利给大叔作为演讲人
2020-07	官方发布快手女团《多彩视界》宣传片，“开个快手号，人人都出道

资料来源：东方证券研究所

团队：持续充实高管团队，实行 OKR，发布职级体系

2019 年上半年，公司招募了多名高管，扩充在**运营、产品、商业化、垂类内容**方面的实力：

- 负责运营业务的**韩叙，**在各大互联网公司及创业公司有十几年运营经验，在运营圈小有名气；
- **王剑伟**来自腾讯，曾任职手机 QQ 和微信，职级 P4。加入快手后负责快手主站的社区社交，19/07 设计启动了与抖音高度相似的快手关注页；主导快手极速版；徐欣和王剑伟共同负责参与 20 年春晚的快手产品（快手 APP、极速版和大屏版），K3 三人战略指挥部从马宏彬、徐欣、连乔，升级为外加王剑伟的四人小组。20 年 5 月的组织架构调整中，**王剑伟成为产品最高负责人**，收拢产品和直播业务汇报线；
- **余双**曾任职于新浪微博的电商事业部，亲历微博商业化从无到有过程；曾任一下科技高级副总裁，负责一直播的商业化。加入快手后**负责电商业务**。

表 10：2019 年公司引入多位高管

高管	加入快手时间	初入快手负责业务	加入快手之前经历
韩叙	19 年初	运营中心（向马宏彬汇报）	-**百度**高级产品运营师，负责百度知道的用户运营，之后孵化出作业帮 app，负责整体运营工作； -**猫眼电影**产品运营专家，先后负责 UGC、用户、社区运营团队； -**网易新闻**运营总监；
王晨	19/05	战略投资与并购部总经理	-曾就职于**美团**战略与投资部，负责美团在国内到家和到店等领域的投资；
夏辰安	19/05（已离职）	战略部负责人（向宿华汇报）	-密歇根大学电子工程博士； -曾任**麦肯锡**全球董事合伙人； -曾任**连尚网络**（WiFi 万能钥匙）首席战略官；

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

王剑伟	19/05	产品社区负责人	-曾在腾讯任职，任职过手 Q 和微信，腾讯 P4 专家级运营经理，T3.3 总监
余双	19/06	电商业务负责人	-曾任职**新浪微博**电商事业部，亲历微博商业化从无到有过程； -**一下科技**高级副总裁，负责**一直播**的商业化；
文旻	19/06	AcFun 负责人	-任职**网易**文学漫画事业部副总经理、网易 LOFTER 部门总经理、网易战略研究用户研究总监
		海外负责人	-曾任职于 **360**
彭佳瞳	20/05	教育业务线	-毕业于香港中文大学计量金融系 -曾任职于美林证券、赛富投资基金、IDG 资本； -2018 年加入 **58 集团**，任集团副总裁，负责人力资源事业群（HRG）经营及销售等管理工作。

资料来源：晚点 LatePost，虎嗅网，东方证券研究所

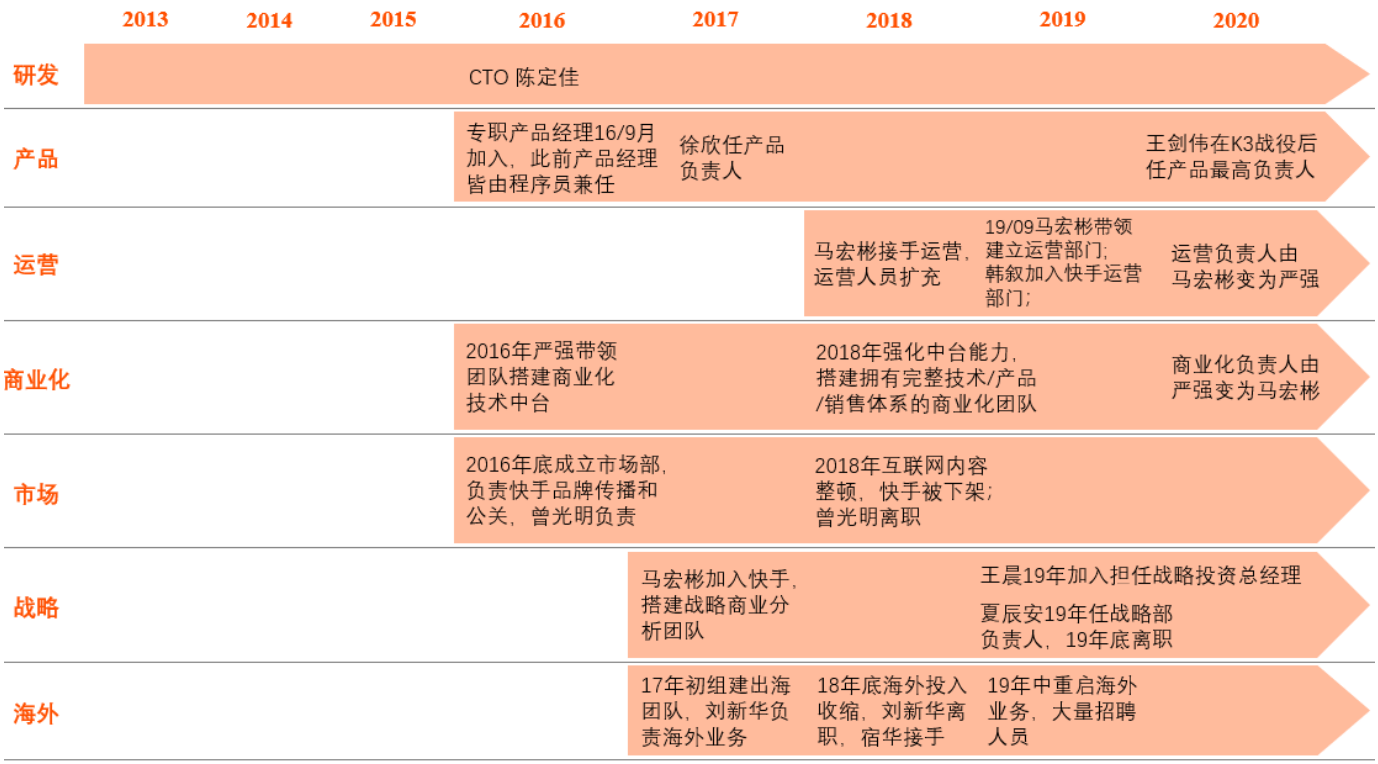
K3 战役后，快手进行组织架构调整，核心高管轮岗。2020 年 5 月，快手进行组织架构调整：

一、原**运营**负责人**马宏彬**将与原**商业化**负责人**严强**调换岗位；

二、原产品负责人之一**徐欣**，将调任负责**用户体验中心**；

三、原产品负责人之一**王剑伟**，将收拢产品和直播业务汇报线，成为**产品最高负责人**（王剑伟此前主导快手极速版，在 K3 战役中表现出色）。

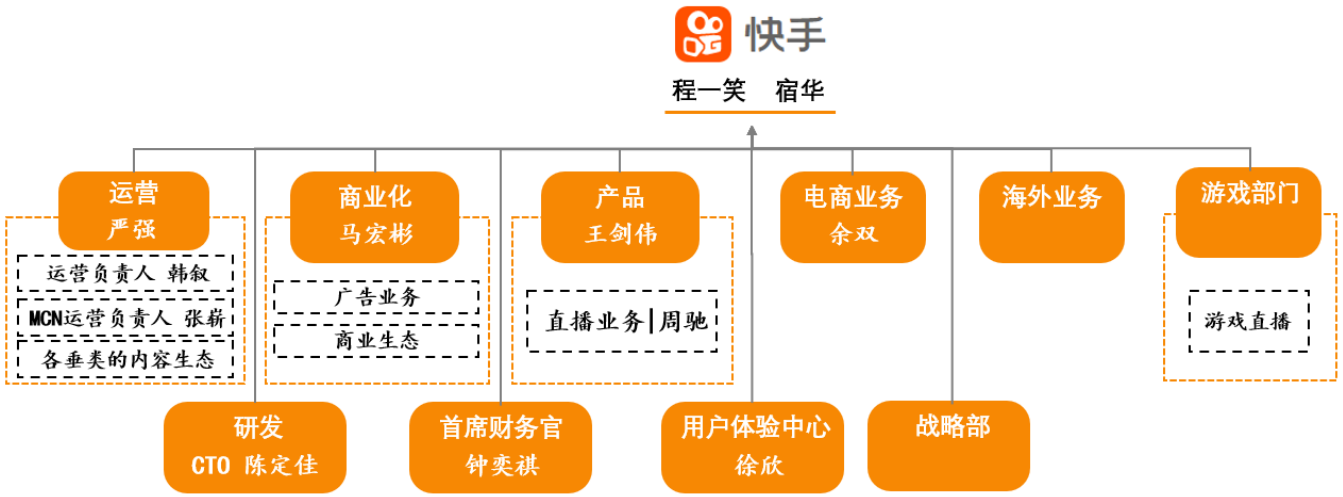
图 17：快手组织架构调整



资料来源：东方证券研究所整理

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 18：快手组织架构（2020.05 调整后）



资料来源：乱翻书，互联网斗兽场，晚点 LatePost，东方证券研究所整理

员工的培养和管理方面，公司开始执行 OKR 考核，发布职级体系。2018 年底，快手已经开始执行 OKR 考核制度；2019 年 3 月快手发布了职级体系，共拥有 24 条专业通道，包括产品和运营族、技术族、商业族、操作族以及专业族；专业职级总体上分为 6 大档，16 小档，从 K1 至 K6，每个大档设置 2-3 个小档。晋升方面，快手还提供了绿色通道，给予优秀人才获得“破格高速”发展的可能。

20 年春晚的红包活动，是对快手组织能力的一次考验，从方案制定开始到春晚当天，都需要研发部、产品部、商业化部、市场部、运营部等多部门协同作战，其他互联网平台参与春晚红包是图文的形式，而快手采用视频红包形式，对公司各业务条线都是挑战。这次项目完成后，快手内部的组织管理协调能力得到了提升。

产品：推出极速版，以补贴的形式主攻下沉市场

2019 年 8 月，快手上线**极速版，主攻下沉市场**。极速版的数据和内容与主站打通，用户可以用主站账号登录极速版观看内容，**与主站的主要差异在于**：

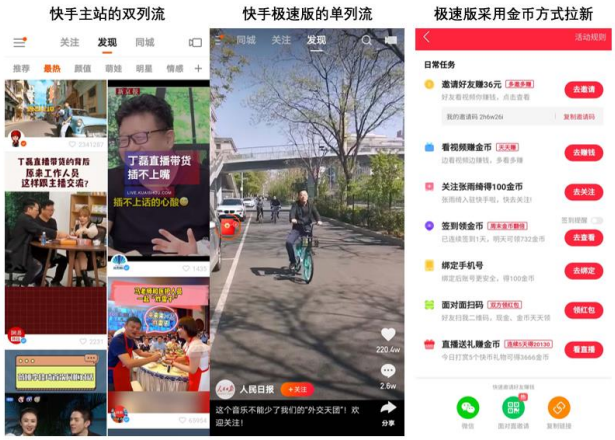
- 采用与抖音类似的**单列 Feed 流模式**，而不是快手主站的双列瀑布流（从用户的体验上来说，双列可以主动选择，容错性更高；单列偏被动接受，容错性更低，对内容质量要求更高，头部内容会占据大部分流量）；
- **精简功能**，普通版中最上方会有关注、发现、同城三个选项，早期极速版将同城选项去掉，且没有发布内容的权限（目前极速版已加上同城页面，也可以发布内容）。
- **采用金币拉新**，用户可以通过签到、观看视频、邀请新用户获得金币，金币可以体现。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

极速版在用户数增长及留存方面的指标都有良好表现。DAU 上线后 20 天破千万，两个月突破 2500 万，快手期望其 2020 年能达到 1 亿。和竞对比较，快手极速版 DAU 超过了抖音极速版与火山极速版之和，在用户留存、用户日均使用次数、用户活跃度等指标上都优于竞品。

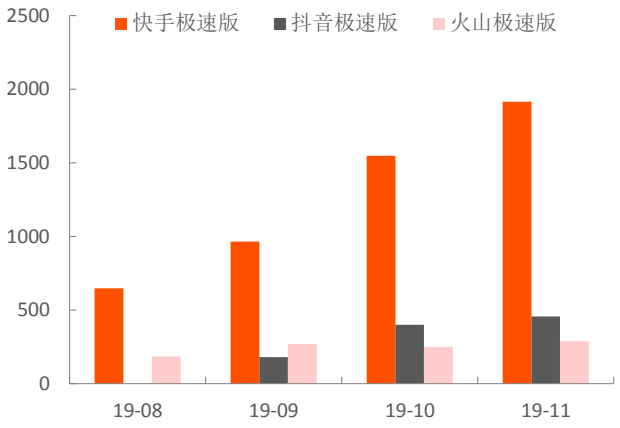
2020 年，快手极速版仍会是公司重点投入方向（此前主导极速版的产品负责人王剑伟 2020 年成为了快手产品的最高负责人）。

图 19：快手极速版产品特点



资料来源：快手极速版 APP，东方证券研究所

图 20：极速版 APP 的 DAU（万）



资料来源：QuestMobile，东方证券研究所

内容运营：推出多项创作者扶持计划，挖掘垂类内容

2016 年之前，快手是不主动接触创作者和机构的，2018 年开始重视运营，**2019 年在增长压力下，快手进一步强化内容运营，推出各项扶持计划来扶持创作者、增加平台内容供给的数量及丰富度。**

2019 年 7 月，快手在首届光合创作者大会上宣布“**光合计划**”，主要分为三个方面：

- **快手将更加开放地与内容专业机构进行合作。**快手将与 MCN、媒体、自媒体和服务商等至少 2000 家机构达成合作，帮助优质创作者搭建 “私域流量”基础，共同探索机构达人孵化和商业变现模式。
- 其次，快手将拿出**百亿元流量扶持 10 万个优质生产者**，重点扶持美食、体育、时尚、游戏、音乐等 20 个垂类，通过冷启动流量包、热门加速包和优质作者加油包等方式提供扶持，全年新增 100 万以上粉丝账号超过 3000 个。
- 最后，快手将提升平台服务，用技术和数据为创作者发展保驾护航。快手将打造**“创作者平台”**，开放对公结算、数据中心、多账号管理系统给创作者使用。

对于游戏、教育、漫画等垂类方向，快手也有相应细化的扶持计划。

- 游戏方面，快手推出“**百万游戏创作者扶持计划**”，快手将上线游戏内容聚合页，优化内容的呈现方式，在“发现”和“同城”页每个月将给予游戏内容不低于百亿次的曝光量，2019 年新引入不少于 500 个头部游戏内容创作者。

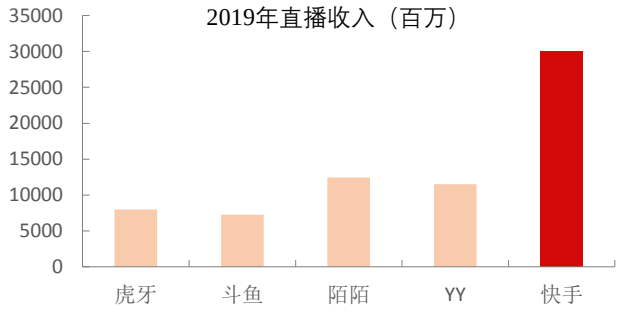
- 教育方面，2019 年 7 月，快手发布“**教育生态合伙人计划**”，将为参加的短视频知识生产者提供精细的运营辅导，总计高达百亿次曝光的精准流量资源，多维度大数据分析服务，以及电商、广告、知识付费等多种商业变现场景。
- 漫画方面，2019 年 12 快手举办“ACG 光合创作者大会”，推出“**快手原创动漫**”与“**国漫扶持计划**”两大项目。设立发展目标：拿出 30 亿流量扶持 1 万名二次元创作者，助力 1000 个新账号成长为优质创作者，最终出现 100 个 100 万粉丝级大号，打造 10 个有意思的优质国漫标杆。

商业化加速：为广告收入和直播电商制定高增长目标

商业化不仅是公司自身盈利需要，也是创作者留存在平台的重要动力之一。2017-18 年，快手进行了商业化团队的组建、技术中台的建设与强化、相关商业化产品的推出及完善；**2019 年开始，快手加速商业化，尤其是在变现潜力更大的广告和电商方面做出了更多的尝试和努力**。

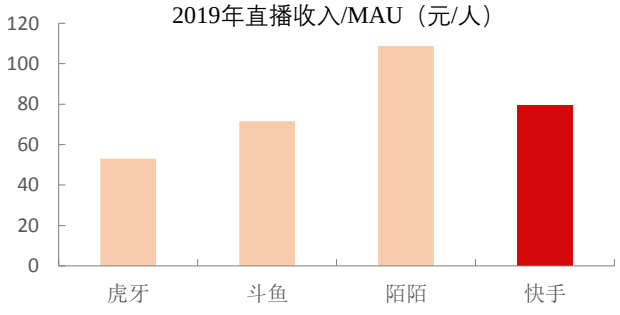
- **直播方面**，如前文所述，快手的流量生态更适合通过直播（打赏）和带货模式变现，2019 年，直播打赏的收入仍然是快手最主要的收入来源（占比 60%以上），快手目前单个月活用户贡献的直播收入已经和同行接近。
- **广告方面**，继快手 2018 年建立了功能完整的商业化团队、并推出快手营销平台之后，2019 年快手继续完善营销平台的功能（升级为“磁力引擎”、升级快接单平台），公司 2019 年广告收入有明显提升。
- **电商方面**，2018-19 年直播电商处于爆发式增长期，在各内容平台中，快手是走在最前面的，2018 年 6 月就上线了快手小店，打通淘宝，2019 年打通拼多多和京东。已孵化出“散打哥家族”、“辛巴家族”等日带货能力破亿的达人。2019 全年快手平台直播带货的 GMV 约 600-800 亿元。目前快手对直播电商的变现能力不做要求，首要目标是做高 GMV，平台收取的技术服务费大部分会以奖励的形式返还给商户和带货达人。

图 21：各平台的 2019 年直播收入（百万）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 22：快手直播打赏变现能力和其他平台相比差距不大



资料来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

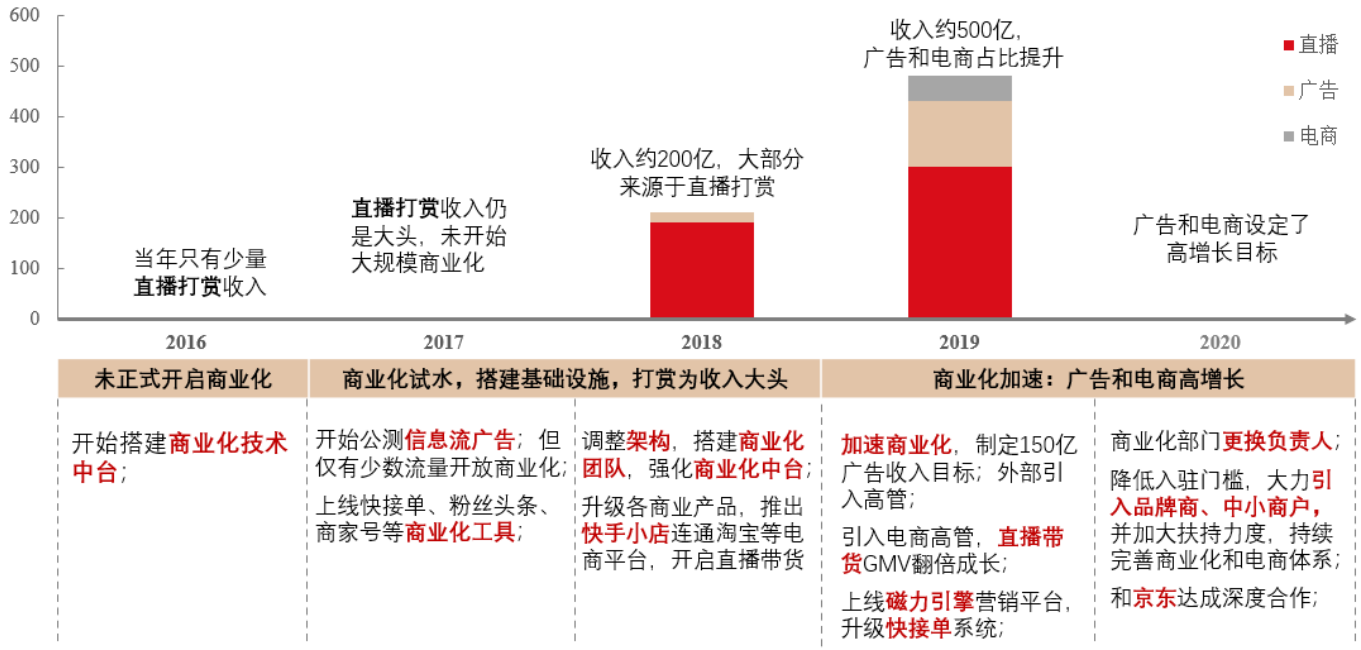
表 11：快手 2019-2020 商业化方面的举措

时间	事件	备注
19/07	**升级“超级快接单”**	在原来定制化的基础上，推出了更多标准化和程序化的模块（有三大核心升级，六项功能升级）；
19/07	**调整抽佣比例**	自建电商抽佣从 1%提升至 5%，但佣金会作为奖励金返还给优质商户；
19/10	**上线“磁力引擎”**	快手营销平台升级为“磁力引擎”，进行了六大产品能力升级，包括：触达用户能力、创意产出能力、智能投放能力、数据闭环能力、转化能力和开放能力。目标到 2020 年，将帮助生态合作伙伴获得 100 亿营收；
20/02	**发布“快品牌加速成长计划”**	联合合作伙伴，通过设计创意、对接供应链、运营指导、整合营销扶持等多项政策，共同助力初创品牌爆款打造，帮助品牌加速成长；
20/03	**发布“2020 快手电商合伙人计划”**	招募对象包括代运营机构、电商培训机构和自媒体等。合作形式包括内容共建、商家教育、招商、代运营和达人孵化等。同时快手电商合伙人也将享有官方认证、流量扶持、快币奖励等权益。
20/03	**规范商业化行为**	3 月 30 日起，快手将严格限制未经官方平台承接的非合规商业内容，非合规商业内容是指未通过快手快接单官方平台， 私下收取报酬并在快手发布的商业推广内容。
20/05	**跟京东达成深度战略合作**	双方将在快手小店的供应链、品牌营销和数据能力等方面展开合作。这次合作京东将自营商品直接在快手小店上架，下单、物流、售后都不用经过京东 App。
20/06	**推出“破晓计划”**	针对“服务商”与“商家”推出“破晓计划”，发布八项现金补贴政策，希望为商家提供“从账号注册、认证零粉丝—到单场直播收视过万—到单场直播带货过百万“的成长服务。
20/06	**自建商品分销库**	推广“快手联盟”新项目，是提供给达人快速找到优质快手自建小店商品的平台，快手自建小店商家也可以在商品库里找到达人来推广自己的商品；
20/06	**发布“快手联盟”**	快手联盟提出“VaaS”概念（视频即服务 video as a service），依托快手平台海量开发者、丰富内容库存、全面易用的技术解决方案、持续扩大的流量覆盖和逐步扩大的 SMB 客户，实现数据沉淀、提高变现、扩大品牌价值等。

资料来源：36Kr，亿邦动力，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 23：快手商业化历程（2016-2020）



资料来源：“乱翻书”微信公众号，东方证券研究所

快手 2019 年实现收入 450-500 亿元，其中：

- **直播打赏**：收入 300 亿元（2018 年约 190 亿元）；
- **广告**：收入约 130 亿元（2018 年收入 20 亿元，19 年初制定目标 100 亿元，19 年中目标上调至 150 亿元）；
- **电商**：收入 50 亿元。

2020 年，公司在广告收入和电商方面制定了更高的增长目标：

- **广告**：根据腾讯新闻《一线》的报道，快手 2020 年目标实现 400 亿元广告收入，其中快接单目标收入 100 亿元；
- **电商**：根据 36Kr 的信息，快手 2020 年电商的 GMV 目标为 2000 亿元，后上调至 2500 亿元（抖音目标为 2000 亿元）。快手今年暂不对电商的营收做要求。

2019-2020 年总结：在 2019 年改变佛系发展策略，定下 20 年春节前 DAU 破 3 亿的目标，在产品、社区运营、团队、商业化方面都做出应对。产品方面，推出了主攻下沉市场的“快手极速版”，相比主站功能和界面更简洁，采用单列 Feed 流，并利用红包拉新，其用户增速远快于竞对的极速版产品；团队方面，持续引入运营、商业化、产品方面的人才，并对员工实施 OKR 考核；运营方面，推出多项创作者扶持计划，挖掘各垂类的内容；商业化变现加速，除了直播打赏收入，公司在广告收入、直播电商方面定下了较高的增长目标。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资建议

快手目前拥有近 5 亿的 MAU、3 亿的 DAU，有庞大的内容创作者群体。我们认为，**无论是从内容场景还是从商业化的角度，快手的生态尚有非常大的成长空间：**

内容场景方面，我们认为随着 5G 的普及，短视频/直播的应用范围将越来越广泛，不局限于休闲娱乐的场景，经过 9 年积淀，快手在基础设施、技术、算法、数据积累方面具备领先优势，我们看好快手在其他场景的应用，例如购物、教育等。

商业化方面，快手在广告和电商方面的变现尚处于初始阶段，在中国互联网流量红利逐渐消退的背景下，商家从头部的媒体平台/电商平台购买公域流量的成本将越来越高，而通过内容、粉丝运营来积累私域流量是近年来的大趋势，快手的流量分发方式让入驻的创作者/商户可以更有效地通过内容沉淀自己的私域流量。我们相信，快手私域流量的商业价值将在未来进一步体现。

随着快手的壮大，其生态体系里的合作伙伴（服务商、MCN 机构、入驻商家）也将实现快速成长。**我们建议关注**：1. 头部电商 SaaS 服务商：中国有赞(08083，未评级)、微盟集团(02013，未评级)；2. 新流量平台营销服务商和 MCN 机构：华扬联众(603825，未评级)、天下秀(600556，未评级)、中广天择(603721，未评级)、引力传媒(603598，未评级)；3. 及时把握快手流量红利的新品牌商。

风险提示

短视频、直播行业竞争加剧：越来越多的内容媒体、电商平台开始引入直播、短视频的产品形式，行业竞争有加剧趋势，但快手在产品价值观、流量分发方式上有其独特性，在技术和数据积累上有领先优势；

社区内容监管不力：随着快手用户和内容体系的增长，如果公司的运营团队和内容监管机制的成长速度跟不上用户和内容的增长速度，会出现内容监管疏漏的风险；

广告和直播电商的增长速度不及预期：公司在广告和直播电商方面尚处于初级发展阶段，如果不能持续完善相应的产品体系、引入合作伙伴，将会面临业务增速不及预期风险。

附录

表 12：快手历年对外投资统计

时间	产品名称	轮次	投资金额	所属领域
2020/05	茄子快传	战略投资		跨平台传输软件
2020/04	火花思维	D+轮	3500 万 USD	3-9 岁儿童在线教育平台
2020/04	王牌互娱	天使轮	数百万 CNY	手机游戏开发商
2020/03	明略科技	E 轮	3 亿 USD	大数据与人工智能领域服务商
2020/03	赛瑞思动	并购		手机游戏开发商
2019/10	中手游	IPO（基石投资人）	1000 万 USD	IP 游戏运营商
2019/09	十字星	A+轮	数千万 CNY	漫画内容提供商

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2019/08	知乎	F 轮	4.34 亿 USD	（领投）网络问答社区
2019/05	精准学	A 轮	5000 万 CNY	（领投）AI 教育服务提供商
2019/04	虾头 APP	并购		图片投票社交 APP
2019/02	一流科技	A 轮		分布式深度学习平台解决方案提供商
2019/01	一起写	并购		协同办公
2018/09	知衣科技	A 轮		AI 电商解决方案提供商
2018/06	周同科技	A+轮		视频识别与标注技术研发商
2018/06	AcFun	并购		ACG 弹幕视频平台
2018/05	凉屋游戏	A 轮		游戏
2018/05	泛阿网络	A+轮	数千万 USD	移动软件及服务提供商
2018/05	创动空间	战略投资	3000 万 CNY	文化传媒类科技企业
2018/04	比达传媒	B 轮	近亿 CNY	文化娱乐
2018/02	66 帮	A 轮		专注于蓝领的招聘平台
2018/01	魔筷科技	B 轮		移动电商营销服务提供商
2017/12	TONOT	A 轮		智能眼镜研发商
2017/12	大片 APP	Pre-A 轮		（领投）生活分享型“工具+社区”产品
2017/08	布里斯克	A 轮		社交活动网络
2017/10	美味生活	Pre-A 轮	3000 万 CNY	只能售货机品牌
2017/07	小帽科技	天使轮		图像识别技术服务商
2017/07	一起写	B 轮	780 万 USD	（领投）协同办公

资料来源：IT 桔子，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话： 021-63325888

传真： 021-63326786

网址： www.dfzq.com.cn

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。